

UDK: 336.76:338.12.017

Datum prijema: 04.08.2011.

Datum ispravke: 15.09.2011.

Datum prihvatanja: 15.09.2011.

EKONOMIJA

TEORIJA I PRAKSA

Godina IV • broj 3

str. 11–25

PREGLEDNI RAD

MAKROEKONOMSKI FAKTORI U FUNKCIJI NASTANKA BERZANSKIH OSCILACIJA

Mutibarić Jovana¹

Prodanović Radivoj²

Berak Nebojša³

Sažetak: Berzanske oscilacije čini skup kretanja na berzi efekata i one su rezultat dejstva velikog broja faktora. Ispoljen je pokušaj da se ti faktori uticaja grupišu u makroekonomske, mikroekonomske i spekulativne faktore, dok je u ovom radu isključivo data klasifikacija i mehanizam dejstva makroekonomskih faktora. Makroekonomski faktori su podeljeni na: promene na tržištu novca, tržištu kapitala i deviznom tržištu, nastale ili očekivane privredne, ekonomske i društvene odnose i pojave, rast kamatnih stopa, poresku politiku i kretanja na drugim konkurentskim tržištima i motive tržišno-ekonomskog karaktera.

Upravljanje većinom makroekonomskih faktora skoro da je nemoguće. Reč je o sistemskom tj. tržišnom riziku, koji utiče na celokupno tržište kapitala, odnosno o ekonomskim i privrednim opasnostima koje prete svim kompanijama i zbog toga se ne mogu diverzifikovati. Drugim rečima, čak i onaj investitor koji ima vrlo dobro diverzifikovan portfelj, biće izložen uticaju makroekonomskih faktora. S tim što je izuzetno značajno biti dobro informisan o političko-socijalno-ekonomskim događajima u zemlji i u svetu, kako bi se mogla šteta od pogubnog dejstva makroekonomskih faktora svela na minimum.

Ključne reči: makroekonomski faktori / akcija / berzanske oscilacije / rizik / diverzifikacija

¹ Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvečarska br. 2, e-mail: jovana@fimek.edu.rs

² Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment u Novom Sadu, Novi Sad, Cvečarska br. 2, e-mail: rprodanovic@fimek.edu.rs

³ Monera export-import d. o. o., Novi Sad, Vladike Ćirića br. 9, e-mail: n.berak@monera.rs

UVOD

Berzanske oscilacije čini skup kretanja na berzi efekata, bez obzira na njihove pozitivne ili negativne tendencije, i one imaju svoj praktičan izraz u porastu ili padu kursa berzanskog materijala, odnosno efekata. Berzanske oscilacije su posledica oscilacija kurseva efekata, kojima se trguje na berzi, te na taj način kursne oscilacije nastaju dejstvom tržišnih i netržišnih efekata. Razlog nastanka kursnih oscilacija treba tražiti u razlozima prevage ponude nad tražnjom, odnosno tražnje nad ponudom, ali i u tzv. špekulativnim pobudama (Ristić, 1990. str. 229).

Promena cena akcija na realnim tržištima bitno utiče na nivo blagostanja njenih vlasnika, na poslovanje korporacije koje su ih emitovale kao i na stanje nacionalne i globalne privrede (Vitez, 2000, str. 184). Pitanja da li je cena akcije uslovljena posebnim i merljivim faktorima, kao i da li je ona predvidiva, otvorena su od kada postoji i sama akcija (Vasiljević, Vasiljević i Malinić, 2008, str. 200). Broj faktora koji mogu delovati na cenu akcije je veliki, neki deluju promptno, drugi terminski; jedni su lako vidljivi, a drugi uočljivi i dostupni samo malom broju vrsnih poznavalaca berzanske trgovine; ima onih koji su rezultat poslovanja kompanije, ali i onih koji su rezultat eksternih činilaca van njenog dometa – makroekonomskih faktora, kojima se i bavi rad.

CILJ I METOD RADA

Cilj rada je da se utvrde, klasifikuju i istraže makroekonomski faktori koji utiču na berzanske oscilacije cena akcija, kao i da se istraže načini njihovog delovanja. Makroekonomski faktori uticaja su definisani, a zatim podeljeni u pet osnovnih grupa uticaja, koje su kasnije pojedinačno razmatrane.

Kreirana je nova podela tzv. sistemskih rizika (Van Horne i Wachowicz, 2007, str. 103), pod kojim imenom ih poznaje portfolio teorija koju je postavio Harry Markowitz 1952. god. u svom naučnom radu *Portfolio Selection* (Vunjak, 2008, str. 247–249). Najvažniji rezultat izveden iz teorije portfolioja jeste da se pokaže da je konstruisanjem portfolioja akcija u skladu sa određenim kriterijumima moguće smanjiti rizik, a ipak zadržati ponderisanu prosečnu stopu povrata pojedine hartije od vrednosti (Markowitz, 1959, str. 102). Ključ smanjenja rizika je u odabiru hartija, kod kojih povrat nije u korelaciji jer na njih deluju različiti faktori – čak je i bolje izabrati efekte koji su u negativnoj korelaciji. Povećanjem broja akcija koje nisu u korelaciji smanjuje se stepen rizika celokupnog portfolioja i kada se u njemu nađe 20 različitih akcija, gotovo je sav rizik svojstven određenoj akciji eliminisan (Foley, 1998, str. 33–34). Dodavanjem sve više i više akcija, investitor konačno

posедуje akcije sa celog tržišta, a poseban rizik svojstven određenoj akciji biva sve manje i manje značajan i konačno će rizik portfolioja jednostavno preći u rizik tržišta, tako da je kreirana nova podela tržišnih rizika (Brealey, Myers i Marcus, 2007, str. 284–287), s tim što je ona umnogome obogaćena dodatnim faktorima uticaja i iscrpno je predstavljen mehanizam dejstva svakog faktora pojedinačno. Postoji potreba da se uticaj dejstva svakog od ovih faktora ispita i u realnom, tržišnom sistemu, na berzi.

U radu je primenjeno sekundarno istraživanje ili kvalitativni metod, pri čemu su korišćeni podaci iz dostupne stručne literature, naučni radovi, monografije i drugi izvori. Kod prvog makroekonomskog faktora uticaja – promene na tržištu novca, tržištu kapitala i deviznom tržištu, prilikom izvođenja zaključka o međusobnom dejstvu na napred navedena tri tržišta u „ultimio terminima“ korišćena je metoda sinteze i indukcije.

KLASIFIKACIJA MAKROEKONOMSKIH FAKTORA UTICAJA

Pod makroekonomskim faktorima podrazumevaju se faktori iz okruženja u kojem akcionarsko društvo posluje – *eksterni faktori* i na njih korporacija direktno ne može uticati. Za korporaciju je značajno da koncipira svoju poslovnu politiku tako da što veći broj šansi iz okruženja iskoristi, uz istovremeno izbegavanje svih pretnji koje vrebaju iz okruženja.

Postoji veliki broj makroekonomskih faktora koji manjim ili većim intenzitetom utiču na berzanske oscilacije akcija, a neki od njih su sledeći:

1. *promene na tržištu novca, tržištu kapitala i deviznom tržištu,*
2. *nastali ili očekivani privredni, ekonomski i društveni odnosi i pojave,*
3. *rast kamatnih stopa,*
4. *poreska politika i kretanje na drugim konkurentskim tržištima,*
5. *motivi tržišno-ekonomskog karaktera* – u celosti utiču na formiranje ponude i tražnje, i njih čine:
 - a. *opšta privredna situacija i privredna konjunktura,*
 - b. *prirodni i društveni odnosi i uslovi poslovanja, atmosferske i prirodne pojave, rudno i drugo bogatstvo,*
 - c. *razvoj i primena novih tehnologija i tehnoloških dostignuća u svim privrednim granama i oblastima,*
 - d. *kvalitet unutrašnje i spoljašnje ekonomske, kreditne, devizne i poreske politike i*

e. okviri i pravne norme privrednog zakonodavstva, evidencije, knjigovodstva i kontrole.

Promene na tržištu novca, tržištu kapitala i deviznom tržištu predstavljaju prvi makroekonomski faktor koji utiče na kurs, odnosno tržišnu cenu akcija. Svi delovi finansijskog tržišta, uključujući pored pomenutih i kreditno, eskontno i lombardno – međusobno su zavisni. Odnos tržišta novca i tržišta kapitala, kao i tržišta novca i deviznog tržišta obrnuto je proporcionalan, dok je odnos tržišta novca i kreditnog tržišta direktno proporcionalan. Šta to znači?

Međusobna uslovljenost i zavisnost **tržišta novca i deviznog tržišta** rezultat je sledećeg:

1. postojanja maksimalne konvertibilnosti nacionalnih valuta i velikog obima međunarodnog platnog prometa koje je dovelo do toga da se tržište novca u najrazvijenijim zemljama sveta istovremeno smatra i nacionalnim i internacionalnim;
2. svako povećanje obima transakcija na deviznom tržištu dovodi do smanjenja obima trgovine na tržištu novca; ova činjenica je izuzetno važna kod prognoze vezane za buduća kretanja ponude, tražnje i cene novca na nacionalnom tržištu novca; smanjena ponuda na tržištu novca, istovremeno znači povećanu ponudu na deviznom tržištu.

Na osnovu gore navedenog izvodi se **zaključak**:

u „**ultimo terminima**“:

- a. **periodima plaćanja poreza** – sredinom aprila, jula, oktobra i krajem decembra,
 - b. **rokovima isplate plata i penzija**, odnosno **povećanja gotovinskog platnog prometa** – sredinom i krajem svakog meseca i
 - c. **periodima povećane količine „novca na putu“**, odnosno **velikog broja neblagovremeno izvršenih platnih naloga** – kraj svakog meseca, kvartala (kraj marta, juna, septembra i decembra) i godine, kada je smanjena količina novca na tržištu novca, a nacionalni novac skup, istovremeno je povećana količina novca na deviznom tržištu, jer je ponuda veća od tražnje, i u toj situaciji devize su jeftine i
3. odgovornosti i aktivnosti centralne banke, gde je njena uloga izraženija naspram deviznog tržišta, što je izuzetno značajno u nestabilnim i u kriznim situacijama, dok je vlast centralne banke na tržištu novca apsolutna, jer je ona osnivač, organizator, glavni učesnik, regulator i kontrolor tržišta novca.

Međusobna uslovljenost i zavisnost **tržišta novca i tržišta kapitala** rezultat je sledećeg:

1. Dugoročni karakter kapitala kojim se trguje na tržištu kapitala vezan je samo za korisnike tog kapitala, a ne za davaoce tog kapitala – kupce hartija od vrednosti (dalje u tekstu HOV); davaoci kapitala, zahvaljujući postojanju sekundarnog tržišta kapitala, u svakom momentu su u mogućnosti da svoj dugoročno uloženi novac pretvore u likvidan, kratkoročni novac, prodajom svojih HOV. Pretvarajući imovinu u novac koji će deponovati u banci uz kamatu, oni direktno utiču na povećanje ponude na tržištu novca, pa je samim tim i novac jeftin na tržištu novca. Ovo istovremeno znači i smanjenje ponude kapitala na tržištu kapitala; usled prodaje HOV, kapital je tada skup jer novac beži na tržište novca. Samim tim što se prodaju HOV, dolazi do povećanja ponude HOV u odnosu na tražnju i, sasvim logično, dolazi do pada tržišne vrednosti, kursa akcija i svih drugih efekata, odnosno do pada berzanskih indeksa hartija koje su listirane na berzi. S druge strane, kada prestane rizik gubitka od pada kursa HOV i nastane situacija u kojoj su veći izgledi za ostvarenje veće dobiti ulaganjem kapitala na tržištu kapitala nego dobiti po osnovu bankarske kamate, onda će oni svoj novac pretvoriti u kapital i na taj način smanjiti ponudu na tržištu novca. Ova kretanja imaju veliki značaj za predviđanje kretanja kursa HOV na sekundarnom tržištu kapitala.

U situaciji kada na tržištu novca vlada stanje „**jeftinog novca**“, odnosno kada je ponuda veća od tražnje, **berzanski indeksi padaju**, akcije i svi ostali efekti su **jeftini**, zbog toga što je ponuda efekata veća od tražnje za njima, i obrnuto. U „**ultimo terminima**“, kada je na tržištu novca veća tražnja za novcem od ponude, a „**novac skup**“, **berzanski indeksi rastu**, akcije i ostali efekti su **skupi**.

Na osnovu gore navedenog izvodi se **zaključak**:

HOV treba prodavati kada je „**skup novac**“ u „**ultimo terminima**“, jer su indeksi tada visoki, a akcije i drugi efekti skupi, i u toj situaciji likvidan novac treba ulagati u devize, odnosno kupovati devize, jer su kursevi deviza tada niži, i obrnuto.

2. Indirektna povezanost tržišta novca i kapitala sa obimom kredita i kreditnom politikom banaka. Kada je situacija na tržištu novca povoljna – kada je „**jeftin novac**“, postoji višak ponude nad tražnjom. Tada banke intenziviraju svoju kreditnu aktivnost, odobravajući u većem obimu kredite svojim komitentima, a oni će dobitna sredstva iskoristiti za kupovinu HOV koje im donose veću dobit od plaćene pasivne bankarske kamate, po osnovu

kursne razlike – ažio ili po osnovu očekivane dobiti – porast dividende. U slučaju nestašice na tržištu novca („skup novac“), dolazi do porasta tražnje, a pada ponude, banke će povlačiti odobrene kredite, korisnici kredita će prodavati svoje HOV i tako pozitivno uticati na kretanja na tržištu novca, a i kapitala (Ristić, 2002, str. 24–25).

Nastali ili očekivani privredni, ekonomski i društveni odnosi i pojave su od velikog značaja za kretanje kurseva akcija, kako na nacionalnom tako i na internacionalnom tržištu kapitala. Svako pogoršanje, u smislu poslovne nestabilnosti ili neizvesnosti, kao i sve vrste nemira, štrajkova, svaka neizvesnost javnih izbora i sl., negativno utiču na kurs akcija.

Informacije iz privrede – stanje industrije u kojoj se kompanija nalazi predstavlja još jedan značajan makroekonomski faktor. Na primer, ukoliko kompanija dobro posluje, ali cela grana industrije opada, investitori će uzeti u obzir pitanje njihovog poslovanja i mogućnosti rasta. U tom slučaju, može da dođe do pada cene akcije. Neke grane industrije imaju periodična kretanja cena. Npr. nekretnine opadaju kada kamatna stopa raste, elektronski uređaji su na ceni na kraju godine, kada mnogi ljudi kupuju ove proizvode kao poklone.

Ekonomski trendovi – indikatori koji ukazuju na promene u ekonomiji. Zdrava ekonomija i dobro poslovanje kompanije podrazumeva: rast bruto domaćeg proizvoda (BDP), nisku stopu inflacije, niske kamatne stope, nizak procenat nezaposlenosti i visoka novčana primanja stanovništva, suficit u budžetu, visok procenat odobrenih komercijalnih i industrijskih kredita, razvijenost berzanskih fondova, likvidnost privrede i bankarskog sektora i sl. Kada **kamatna stopa** raste, individue, preduzeća i vlada moraju da plate više da bi pozajmili novac. To ima za posledicu odlaganje planova za uzimanje kredita za nove projekte, angažovanje manje radnika, materijala i usluga od drugih preduzeća. Još jedan pokazatelj ekonomskog stanja je **kupovna moć stanovništva**. Kada cena života raste, tada ljudi troše više novca na osnovne, egzistencijalne proizvode a manje na luksuz i investiranje, što je loše za ekonomiju. Kada ekonomski indikatori ukazuju na zdravu i rastuću ekonomiju, kompanije ostvaruju profit, budućnost ima pozitivan predznak, tada i stanovništvo ima više novca za investiranje. Kada se ovo dešava, cene akcija u globalu posmatrano – rastu, što se na NYSE naziva **bull market** (tržište bika – stanje berze kada cena akcija u proseku raste). I obrnuto, kada ekonomija opada, preduzeća ne zarađuju mnogo, ljudi gube poslove i imaju malo novca na raspolaganju izvan potrošačke korpe, cene akcija u globalu opadaju i ovo stanje na berzi se naziva **bear market** (tržište medveda – stanje berze kada cena akcija u proseku opada). U teorijskoj analizi lako se može pokazati da **robne cene**, kao pokazatelji inflacije i

deflacije, utiču na cene akcija. U mnogim trgovačkim i proizvodnim kompanijama **zalibe** imaju veliku ulogu u određivanju profita. Rast cena znači da se zalibe mogu prodati po višim cenama od onih po kojima su kupljene, naročito kada postoji dugačak vremenski raspon. S druge strane, pad cena znači da se gubici moraju očekivati. Za vreme krize tridesetih godina prošlog veka, mnoge akcije su smatrane za dobre, zbog preteće inflacije cena robe. Obične akcije su dugo smatrane uspešnom zaštitom od inflacije. Postojalo je verovanje da dividende uspešno prate rast cena, pa su akcionari zaštićeni od realnog gubitka kapitala. Velika teškoća u vezi sa kupovinom akcija za vreme inflacije jeste u tome što je inflaciju veoma teško predvideti. Za vreme ekonomske krize tridesetih godina minulog veka strahovalo se da će državni intervencionizam kroz deficitarnu potrošnju doprineti naglom rastu cena, pa je kupovina akcija bila način zaštite od inflatornog obezvređivanja. Velika inflacija se nije dogodila uprkos očekivanjima, zahvaljujući velikoj nezaposlenosti. Pokretanje inflacije zahteva porast novčane mase i uvećanje kamata, a to utiče na bežanje akcijskog kapitala u banke, smanjivanje kredita i usporavanje privrednog razvoja.

Na primer, veliki rast berzanskog prometa efekata na evropskim berzama 1986. godine objašnjava se opštim **smanjenjem stopa inflacije i stabilnim privredama**. U stabilnim uslovima, kao što je i ovaj slučaj, investitori napuštaju sigurne načine investiranja u zlato, nekretnine i švajcarske franke, kao najstabilniju valutu, i okreću se kupovini akcija. Osim toga, ovaj rast berzanskog prometa je bio izazvan i promenom deviznih kurseva, kao posledicom pada kursa dolara, što je rezultiralo padom interesovanja za plasmane u američkom dolaru. Pad kursa dolara, koji predstavlja osnovno sredstvo plaćanja u međunarodnoj trgovini, imao je za posledicu smanjenje troškova celokupnog uvoza, što je doprinelo daljem stabilnom razvoju i privrede i kursa efekata. Takođe, ovaj period je bio praćen i ekspanzijom robe široke potrošnje. Međutim, nepostojanost uskladjivanja cena akcija sa cenama robe široke potrošnje na duži rok razlog je što ovaj parametar nema preveliku analitičku vrednost kao indikator cena akcija.

Svetski i nacionalni događaji nezavisno od ekonomskog stanja mogu uzrokovati cenovne oscilacije. Kada investitori misle da će vesti o događaju biti dobre za ekonomiju, kao što je npr. smanjenje poreza, cena akcija će porasti. Ukoliko vesti usporavaju ekonomiju, kao što su masovni otkazi, cena akcija će u proseku padati. Ovi uticaji mogu da traju sat vremena, ceo dan, nekoliko nedelja ili duže. Berza je osetljiva na promene u okruženju, a isto tako je lako uočljiva i povezanost berzi, odnosno, kako globalna ekonomija deluje kao jedan organizam gde poremećaji u jednom delu izazivaju reakcije u drugom. Te promene se mogu naročito očekiva-

ti u danima predsedničkih ili parlamentarnih izbora i to u smislu skoka kurseva, kada se očekuje izborna pobjeda desnice, odnosno u smislu pada kurseva, kada se očekuje pobjeda levice.

Kriza u Persijskom zalivu – 23. oktobra 1987. godine došlo je do udara na svetskim berzama i kursevi su počeli padati. Nesigurnost je postajala sve veća, a prema mišljenju analitičara, uzrok tome je bio iranski raketni napad na kuvajtski naftni terminal. U to vreme, veliki uticaj na finansijsko tržište sveta imalo je veštačko održavanje kursa američkog dolara, povećanje kamata pod pritiskom SAD-a i kriza u Persijskom zalivu. Od 1987. godine do danas mnogi politički i ekonomski događaji su uzdrmali svet. Osim velikih društvenih promena u zemljama Istočne Evrope i raspada Varšavskog pakta, došlo je do ujedinjenja Zapadne i Istočne Nemačke, što jača ulogu i značaj Evropske unije, stoga dolazi do uspostavljanja novih i kvalitetnijih odnosa između velesila. Postepeno, ali sigurno ulazimo u eru uspostavljanja novog ekonomskog poretka u svetu, u kojem glavnu ulogu preuzimaju ekonomski najrazvijenije zemlje sveta na čelu sa SAD-om. Berzanski kursevi veoma suptilno reaguju na sve važnije političke i ekonomske događaje u svetu. Berza je pravo ogledalo vrednosnih odnosa svetske ponude i tražnje i regulator svetskih cena predmeta berzanskog poslovanja.

Velika pacifička kriza iz 1997. godine se, polazeći od malih berzi na rubu Pacifičkog basena, proširila u rekordnom roku na sve svetske berze i tada se javila svest o neophodnosti jedinstvenog uređivanja tržišta kapitala na svetskom nivou (Eun i Resnick, 2007, str. 285).

Posledice terorističkih napada u SAD-u – nakon terorističkih napada u SAD-u 11. septembra 2001. godine, još istog dana zatvoreni su *NYSE*, *AMEX*, *NASDAQ Stock Market* i *Chicago Mercantile Exchange*. U Svetskom trgovačkom centru, koji se smatra simbolom američke finansijske moći, nekoliko je velikih svetskih finansijskih kompanija imalo kancelarije (npr. investiciona banka *Morgan Stanley*, nemačka *Commerzbank*, *Deutsche Bank*, švajcarska *Credit Suisse*, i mnoge druge velike brokerske kuće). Zbog događaja u SAD-u, na evropskim berzama su zavladao šok i panika. Ubrzo je počela velika rasprodaja akcija, posebno osiguravajućih društava i avio-kompanija. Ulagачi su panično ulagali novac u akcije naftnog sektora i u zlato, koje predstavljaju sigurne investicije u nastabilnim tržišnim uslovima. Prva sa radom je počela Tokijska berza već sledećeg dana, panika se nastavila pa je tokijski indeks *Nikkei* izgubio 6% na vrednosti. Vodeće svetske centralne banke izdavale su saopštenja u kojima su isticale da će učiniti sve kako bi se izbegla potencijalna finansijska kriza, ali su investitori ipak izgubili poverenje u američku ekonomiju. Do veće krize nije došlo, ali američka ekonomija je pretrpela ogromne gubitke, a s

obzirom na proces globalizacije, te gubitke osećaju sve zemlje sveta i biće potrebno još vremena da se globalna ekonomija oporavi od recesije u koju je tada zapala. Saznanje do kojeg se u naknadnoj istrazi došlo govori u prilog tome da su tokovi kapitala i berze po svetu korišćeni za pranje novca terorističkih organizacija.

Slučaj Enron i stečaj kompanije World Com (druge po veličini američke telefonske kompanije i najvećeg svetskog internet provajdera) desio se jula 2002. godine. Ulagачe je zahvatio pesimizam jer su računovodstvene malverzacije u tim kompanijama dovele u sumnju zarade drugih kompanija. Investitori, poučeni lošim iskustvom, iskazali su sve veće nepoverenje u tačnost finansijskih izveštaja, a njihovo raspoloženje ogledalo se u padu berzanskih indeksa. Svetske novinske agencije zabeležile su da je *Dow Jones Averages* tada bio na najnižem nivou od oktobra 1998. godine, a jedan od većih gubitnika bila je telefonska kompanija *BellSouth*, čije su akcije oslabile 18% zbog izveštaja o lošim poslovnim rezultatima. Tehnološki *NASDAQ* indeks oslabio je 2,8%, a strahu ulagača od novih skandala nije odoleo ni *S&P* indeks 500 kompanija, koji je izgubio 3,3% vrednosti. Veliki gubitak zabeležen je i na ostalim svetskim berzama, londonski *FT-SE* indeks u jednom danu je oslabio gotovo 5%, a frankfurtski *DAX* pao je za 5,15%.

Svetska finansijska kriza je započela krajem 2007. god., a sigurno je da će ona potrajati uz dalekosežne, globalne posledice i da se za sada odigrao samo kraj njenog početka, s tim što projekcije tehničkih analitičara govore u prilog tome da dno drugog, mnogo intenzivnijeg i dubljeg talasa finansijske krize tek predstoji. Osnovni uzrok krize, koja je započela na hipotekarnom tržištu SAD-a, a kasnije se putem sistema spojenih sudova proširila na ceo svet, predstavlja odobravanje hipotekarnih kredita bez učešća, sa promenljivom kamatnom stopom (koja je imala stalnu tendenciju rasta) klijentima sa niskim kreditnim bonitetom. Odobreni hipotekarni krediti su pakovani u „hartije od vrednosti obezbeđene hipotekom“. Njih su kupovale velike investicione banke i dalje ih prodavale na finansijskom tržištu kao „kolaterizovane dužničke obveznice“, koje su nosile prećenjeni, najviši rang – AAA sekjuritizovanih HOV i vanbilansno se evidentirale. Osim toga, značajno je prisustvo „finansijske piramide“, odnosno odobravanje novih kredita radi otplate kamata, ali ne treba zaboraviti ni uticaj „piramidalnih banaka“. Tipičan primer je slučaj *Mejdford*, gde je glava operacije bio bivši direktor *NYSE* i tvorac elektronskog trgovanja na berzama SAD-a, koji je uživao visoko poverenje ulagača. Naime, njegova prevara je godinama realizovana, a da niko nije ni posumnjao da se preuzeti deponovani novac štediša ne ulaže u privredu, već da se istim isplaćuju dospеле kamate (koje su bile više nego podsticajne) i glavnice ranije uloženog novca. Isti je razotkriven u trenutku kada više nije mogao servisirati kamate i glavnice uloga, a procenjuje se da

je njegova prevara težila oko 50 mlrd. dolara i ostavila duboke posledice na kapital investitora (institucionalnih i privatnih) najrazvijenijih zemalja sveta i još više produbila svetsku finansijsku krizu. Nama, nažalost, ovakva vrsta prevare nije strana, s obzirom da se sličan scenario u našoj zemlji odigrao 90-ih godina XX veka, gde su predstavnici piramidalnih banaka bile *Jugoskandik* i *Dafiment banka*, a veliki broj građana ostao bez svojih štednih uloga baš kao i u gore iznesenom slučaju.

Nekontrolisano odobravanje hipotekarnih kredita dovelo je do rasta ponude nad tražnjom hipoteka (nekretnina), što je dovelo do pada cena nekretnina i mogućnosti prodaje istih, ali isto tako i do nemogućnosti servisiranja obaveza po sekuritizovanim HOV i hipotekarnim kreditima.

Posledice aktuelne krize ne mogu se još uvek sagledati, ali je sigurno da je ona u manjem ili većem intenzitetu, uz različite trenutke započinjanja, prisutna u svim zemljama sveta. Finansijska kriza je do sada posebno uzdrmla finansijske sisteme država u kojima je bila neophodna pomoć svetskih finansijskih institucija kako bi se izbegao bankrot istih: Island, Kolumbija, Južna Koreja, Španija, Mađarska, SAD, Grčka i Italija, s tim što se ne zna koja zemlja će biti sledeća na listi, a sigurno je da lista nije konačna. Dosadašnje posledice krize su sledeće: smanjen obim investicija na finansijskim tržištima, siguran bankrot finansijskih institucija (banaka, osiguravajućih društava i hipotekarnih institucija) koji je izbegnut nacionalizacijom istih od strane države, velika otpuštanja radnika i nezaposlenost u svim industrijskim granama, niža stopa ekonomskog rasta i BDP-a, smanjenje mogućnosti za dobijanje kredita država kojima su oni neophodni za prevazilaženje bankrota i dr. Uticaj svetske ekonomske krize osećaju i zemlje u razvoju, s tim što su te zemlje više zastupljene u funkciji dužnika nego u funkciji kreditora novčanih sredstava, i za banke ovih zemalja je karakteristično konzervativno poslovanje, s obzirom da te banke više odobravaju kredite „malim i srednjim preduzećima“, nego što aktivno učestvuju na berzama. Posledice krize na ove zemlje podrazumevaju: manje mogućnosti novog kreditnog zaduženja, rast kamatnih stopa kod inozaduženja, nižu stopu ekonomskog rasta i BDP-a, smanjenje stranih ulaganja, smanjenje poslovne aktivnosti preduzeća, rast stope nezaposlenosti, smanjenje izvoza, smanjenje budžetskih prihoda (poreza, doprinosa, carina) i smanjenje lične i investicione potrošnje.

Neke od mera za prevazilaženje krize bi mogle biti: oštrija regulacija finansijskih tržišta posebno u delu odobravanja hipotekarnih kredita, redefinisavanje uloge i statusa rejting agencija, ograničenje prostora delovanja *off-shore* kompanija (s obzirom da su iste bile veoma aktivne u raspirivanju krize), okretanje računovodstva i revizije ka realnom iskazivanju finansijskih izveštaja i objektivnom informisanju investitora

toru i javnosti, ograničenje bonusa menadžerima finansijskih institucija uz reformu *Bretton Woods* novčanog sistema, ograničenje obima plasmana i fleksibilnija kamatna politika, povećanje stope obavezne rezerve, kontrolisano kretanje kamatnih stopa, polaganje depozitnih sredstava kod centralne banke, ograničenje budžetske potrošnje, podsticajna poreska politika, orijentisanost ka izvozu, povećanje deviznih rezervi, kontrolisana poreska i carinska politika i intervencije centralne banke na deviznom tržištu zbog održavanja kursa nacionalne valute i suzbijanja inflacije (Vunjak, 2009, str. 453–462).

Štrajkovi – dugo je na *Wall Streetu* poštovano pravilo: „*Nikada ne vrši prodaju na vest o štrajku*.“ Postojalo je verovanje da bilo koji privremeni pad cena akcija treba ignorisati. To je važno i za promene cena u slučaju štrajka – cene će se odmah vratiti na prethodne nivoe čim se štrajk okonča. Teorija se zasniva na dva argumenta:

1. Gubici u proizvodnji, prodaji i profitu biće nadoknađeni kada se industrija vrati na pun obim proizvodnje.
2. I proizvođači i trgovci imaju zalihe u momentu započinjanja štrajka. Zalihe su često dovoljne da nadoknade smanjen obim proizvodnje, a posle završetka štrajka, ponovo se obnavljaju.

Iskustva pokazuju da štrajkovi imaju karakter sezonskih i cikličnih gubitaka i da samo kratkoročno mogu uticati na kretanje cena akcija (Dugalić i Štimac, 2006, str. 218).

Rast kamatnih stopa zajedno sa rastom stope inflacije i velikim spoljnotrgovinskim deficitom, može dovesti do velikog pada kurseva efekata, naročito akcija, i obrnuto. Svako optimističko predviđanje budućih i očekivanih ekonomskih i društvenih pojava dovešće do rasta, a svako pesimističko predviđanje tih pojava do pada berzanskih kurseva svih efekata (Eun i Resnick, 2007, str. 333). Opšti nivo kamatnih stopa u obrnutoj je srazmeri sa cenom akcija. Jer, ako država u okviru kreditno-monetarne politike povećava kamatnu stopu onda će opadati cena akcija, i obrnuto – cena akcija će rasti ako se smanjuje kamatna stopa. Visoke kamatne stope stimulišu transaktoare da slobodna sredstva usmere u banke zbog sigurnog i solidnog prinosa. Ulaganjem sredstava na štednju, povlači se kapital sa berze i smanjuje tražnja za akcijama. Pad tražnje izaziva obaranje cena berzanskog materijala, i obrnuto u slučaju snižavanja kamatnih stopa. Tako se uspostavlja obrnuto srazmeran uticaj na relaciji kamatne stope–cene akcija. Rezultati interakcijskog odnosa između budžetskih prihoda i berzanskog poslovanja omogućili su formulisanje stava da „jeftin“ novac stvara fondove koji služe za špekulativne transakcije na berzi, po povoljnim kamatnim stopama. Međutim, visoke kamatne stope ne deluju uvek obeshrabrujuće na špekulativne aktivnosti berzanskih aktera. Kamatne stope

su bile visoke 1928. i početkom 1929. godine, pa su ipak mahinacije na američkom tržištu dostigle vrhunac. One su ponovo ispoljile tendenciju porasta tokom 1954. i 1955. godine, ali je berzansko tržište ostvarilo rekordne dobitke. Ovakva praksa je na ubedljiv način demantovala klasično shvatanje po kojem se kamate i cene akcija kreću divergentno.

Kreditno-monetarna politika je deo ekonomske politike jedne zemlje. Nju koncipira centralna banka uz konsultacije sa državom i njenim organima, a ona predstavlja skup odluka, mera i instrumenata kojima se reguliše količina novca u opticaju, način raspolaganja novcem, kao i njegova alokacija. Ciljevi kreditno-monetarne politike u kvantitativnom smislu usmereni su na utvrđivanje količine platežnih sredstava u određenom periodu, dok su kvalitativni ciljevi usmereni na regulisanje obima i strukture proizvodnje, izvoza i potrošnje. To dovodi do rasta stope privrednog razvoja, povećanja nivoa zaposlenosti, stabilnijih cena i na kraju do uravnoteženja platnog bilansa, što su inače osnovni ciljevi ekonomske politike. Cilj svake kompanije jeste da obezbedi kapital za poslovanje i dalji razvoj pod što povoljnijim uslovima. Na taj način, privreda vrši pritisak na monetarnu vlast da vodi ekspanzivnu kreditno-monetarnu politiku.

Poreska politika i kretanje na drugim konkurentskim tržištima, pre svega na tržištu obveznica – imaju velikog uticaja na kretanje kursa akcija. Ukoliko država svojom poreskom politikom beneficira ulaganje kapitala u određene akcije, onda će kurs tih akcija biti veći od akcija na koje se ta beneficija ne odnosi, i obrnuto (Ristić, 1990, str. 232–234). Izrazito **restriktivna fiskalna politika**, odnosno rast stope poreza i doprinosa, koja predstavlja fiskalni prihod za finansiranje javne i opšte potrošnje, podrazumeva situaciju u kojoj poreski obveznici – potencijalni investitori, nemaju slobodnih novčanih sredstava za ulaganje na berzi zbog povećanih fiskalnih rashoda čija je karakteristika obaveznost, pa je samim tim i globalna tražnja za akcijama i ostalim HOV na niskom nivou. To znači da će u takvoj situaciji, kada je ponuda mnogostruko veća od tražnje, doći do pada berzanskog kursa akcija, i obrnuto. U slučaju **liberalne fiskalne politike**, smanjenja stope poreza i doprinosa, poreski obveznici – potencijalni investitori raspolagaće slobodnim novčanim sredstvima, koja će uložiti na berzi u kupovinu akcija i samim tim uticati na tražnju, a preko nje i na berzanske oscilacije u tom smislu što će usled povećanja tražnje doći do skoka cena akcija, odnosno berzanskih indeksa.

Prihod od obveznica je značajan faktor koji utiče na cenu akcija. Kada su akcijski prihodi visoki u poređenju sa prihodima od obveznica, neki investitori će zadržati kapital investiran u akcije, a uložiće i dodatni kapital u nove akcije. Tako se veštački podiže cena akcija. S druge strane, kada postoji mali raspon, investitori će oklevati

da ulože novac u akcije, i okrenuće se obveznicama, jer razlika u prihodu ne predstavlja dovoljnu kompenzaciju za dodatni rizik ulaganja u akcije.

ZAKLJUČAK

Investitori, kao i finansijski analitičari, nastoje da pronađu univerzalna rešenja kako bi predvideli promene na berzi. Ponekad im to polazi za rukom, a nekada ih tržište prevari i izgube velike količine novca. Potencijalni ulagači, pre nego što se odluče za investiranje u akcije koje se kotiraju na berzi ili na vanberzanskom tržištu, moraju biti svesni da se suočavaju sa visokom dozom rizika i moraju biti spremni poput „velikih kockara“ da izgube ili zarade velike sume novca. Na ovaj korak treba da se odluče samo oni koji raspolazu viškom novca, koji mogu da izdvoje u vidu štednje i koji im nije neophodan za osnovne životne potrebe. Naravno, ulagači bi trebalo da postanu samo ona fizička i pravna lica koja su finansijski i ekonomski zrela za ovaj korak. Investicioni savetnici i portfolio menadžeri pri bankama i brokersko-dilerskim kućama mogu da predoče kretanja kurseva akcija potencijalnim ulagačima i da ih upute u stanje na tržištu hartija od vrednosti, ali odluka o kupovini ili prodaji akcija ili bilo kojih drugih efekata je samostalna odluka investitora i na nju nijedno drugo lice ne može i ne sme da utiče.

Oscilacije kurseva akcija su nepredvidive i skoro da je nemoguće delovati na njih proaktivistički (delovati i pre nego što se one pojave), ali ipak treba imati u vidu da u nekim slučajevima može da se dode do ispravnih prognoza.

Upravljanje većinom makroekonomskih faktora uticaja oscilacija na berzama skoro da je nemoguće. Reč je o sistemskom tj. tržišnom riziku, koji utiče na celokupno tržište kapitala, odnosno o ekonomskim i privrednim opasnostima koje prete svim kompanijama i zbog toga se ne mogu diverzifikovati. Drugim rečima, čak i onaj investitor koji ima vrlo dobro diverzifikovan portfelj, biće izložen uticaju makroekonomskih faktora, s tim što je izuzetno značajno biti dobro informisan o političko-socijalno-ekonomskim događajima u zemlji i u svetu, kako bi se moguća šteta od pogubnog dejstva makroekonomskih faktora svela na minimum, u smislu izbora pravog trenutka za izlazak iz pozicije, odnosno prodaja akcija dok su gubici najmanji, a ne čekanje na promenu kursa.

MACROECONOMIC FACTORS THAT CONTRIBUTE TO STOCK MARKET OSCILLATIONS

Mutibaric Jovana
Prodanovic Radivoj
Berak Nebojsa

Abstract: Stock market oscillations are a set of trends on stock market and they can be the result of many factors. An attempt has been made in order to group all these factors into three groups: macroeconomic, microeconomic and speculative factors. While this paper has been dealing only with the classification and functioning of the macro-economic factors. The macroeconomic factors have been divided into: changes on the money market, capital market and foreign exchange markets, incurred or anticipated business, economic and social relations and events, rise of interest rates, tax policy and trends on other competitive markets and market & economic motives. To manage the majority of the macroeconomic factors is almost impossible. It is the systemic risk or the market risk, which affects the entire capital market i.e. the economic and commercial risks that threaten all the companies that are on the market and therefore can not be diversified. In other words, even the investor with a very well diversified portfolio will be exposed to the macroeconomic factors. Yet, it is very important to be well informed about political and socio-economic events in country and abroad, in order to decrease the destructive effects of damage caused by the macroeconomic factors.

Key words: macroeconomic factors / stocks / stock market oscillations / risk / diversification

LITERATURA

1. Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007). *Osnove korporativnih finansiranja* (5. izd.), Zagreb, MATE d.o.o.
2. Dugalić, V., Štimac, M. (2006). *Osnove berzanskog poslovanja* (2. izd.), Beograd, Stubovi kulture
3. Eun, C. S., Resnick, B. G. (2007). *International Financial Management* (4th ed.), New York, Mc Graw-Hill Irwin
4. Foley J. B. (1998). *Tržišta kapitala*, Zagreb, Mate d.o.o.
5. Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, New York, John Wiley & Sons
6. Ristić, Ž. (1990). *Tržište kapitala : teorija i praksa*, Beograd, Čigoja štampa

7. Ristić, Ž. (2002). *Tržište novca : teorija i praksa*, Beograd, Čigoja štampa
8. Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M. (2007). *Osnovi finansijskog menadžmenta* (12. izd.), Beograd, Datastatus
9. Vasiljević, M., Vasiljević, B., Malinić, D. (2008). *Finansijska tržišta*, Beograd, Čugura print
10. Vitez, M. (2000). *Berze hartija od vrednosti i berzanski poslovi : teorija i praksa*, Bački Petrovac, Kultura; Subotica, Ekonomski fakultet
11. Vunjak, N., Kovačević, Lj. (2009). *Finansijska tržišta i berze*, Bečej, Proleter; Subotica, Ekonomski fakultet
12. Vunjak, N. (2008). *Finansijski menadžment : poslovne finansije* (7. izd.), Bečej, Proleter; Subotica, Ekonomski fakultet